

証券業界への参入・退出等の最近の状況

一上季代司

はじめに

ここ数年の証券業界への参入・退出状況は、以前とは異なる傾向があるように思われる。日本証券業協会（以下、『協会』と略）の加盟社数は、リーマンショック直後のピーク（二〇〇九年三月期）三一五社から二〇一五年度には二四九社まで減少してボトムを打ったが、現在では二六三社まで回復している。⁽¹⁾つまりここ三年ほどの間に一四社純増となっている。このうち二〇一六年一月から二〇一八年二月までの三年間をとってみると、『協会』への新規加入は二八社、脱退は一五社となっている。

そこで、このレポートではどのような業者が新規参入し、脱退していったのか。業者の顔ぶれをみることによって、「アベノミクス相場」と呼ばれる今回の相場回復期に、わが国証券業界のビジネスモデルがどのような方向にむかっているのか、考えてみたいと思う。

1 新規加入業者と脱退業者

『協会』ホームページ上に公表されている月刊『証券業報』所載の「協会員の現況」には、第一種金融商品取引業（および有価証券関連業）の新規登録日と『協会』加入日ならびに『協会』脱退日が記載されている。投資運用業者やFX（外為証拠金取引）業者が「有価証券関連業」を追加登録して『協会』に加入する場合には「変

更登録日」として記載されている。

そこで、この「協会の現況」を利用して、当該三年間における加入業者の登録日および加入日をみてみよう。それを一覧表にすると図表1のようになる。なお、備考欄には、筆者の判断により、金融商品取引業者としての業務特性や株主構成からみたガバナンス特性等について参考と思われる事項を簡単に注記している。

これによると、新規加入二八社のうち、日系は一六社、外資系が一二社である。日系一六社では地銀系証券の新規加入が最も多く六社、ついで情報技術を利用した新しい金融・証券サービス業（スマホ証券やロボット・アドバイザーなど）の「フィンテック」五社などが数の上で目立っている。

他方、外資系一二社では、外国銀行の証券子会社が五社と多い。業務特性の観点からみると投資運用業（投信委託、年金などの一任運用、不動産ファンド運用）が四社となっている。外国銀行の証券子会社の多くも親銀行の取扱商品（当該国の債券や投信、私募ファンドなど）を、わが国機関投資家向けに紹介し、その販売をサポートする業務が多い。

つまり、ここ数年の新規参入業者は、①地銀系証券、②「フィンテック（FinTech）」業者、③投資運用業者が目立っているのである。しかも、前者はわが国の業者に、後者は外資系に多い。これはどういうことだろうか？ それを検討するより先に、『協会』から退出した業者についてみておこう。

図表2は、同様に『証券業報』『協会の現況』から、この間、『協会』から脱退した業者名と脱退日を一覧にしたものである。備考欄には新規参入の場合と同様に、筆者の判断で脱退の理由・背景等、参考になるとと思われる注記を行っている。

これによると、一五社のうち日系は一二社、残る三社は外資系である。脱退事由をみると、吸収合併等の再編

図表1 日本証券業協会新規加入各社（2016年初～2018年末）

| | 社名 | 第1種登録日 | 加入日 | 備考 |
|----|------------------------------|------------|------------|--|
| 1 | One Tap Buy | 2015/12/17 | 2016/1/12 | スマホ証券（フィンテック） |
| 2 | ウェルスナビ | 2015/12/17 | 2016/1/12 | ロボット・アドバイザー（フィンテック） |
| 3 | とうほう証券 | 2016/1/22 | 2016/2/15 | 地銀系 |
| 4 | ブラックストーン・グループ・ジャパン | 2016/3/1 | 2016/3/22 | 外資系（アメリカ）。不動産ファンド組成・運用・販売 |
| 5 | スタンダード・チャータード証券 | 2016/5/20 | 2016/6/13 | 外国銀行系（イギリス） |
| 6 | ヴァンテージ・キャピタル・マーケット・ジャパン | 2016/7/7 | 2016/7/25 | 外資系（香港・イギリス）。店頭デリバティブ取引の媒介 |
| 7 | ぐんぎん証券 | 2016/7/15 | 2016/8/8 | 地銀系 |
| 8 | DBS証券 | 2016/7/21 | 2016/8/8 | 外国銀行系（シンガポール） |
| 9 | オービス・インベストメンツ | 2016/8/9 | 2016/9/5 | 外資系（イギリス）。親会社ファンド等の販売 |
| 10 | FPL証券 | 2016/10/3 | 2016/12/5 | 地方証券（札幌）。保険・外債・投信販売 |
| 11 | ほくほくTT証券 | 2016/10/18 | 2017/1/4 | 地銀系 |
| 12 | 七十七証券 | 2017/1/11 | 2017/1/31 | 地銀系 |
| 13 | ドイッチェアセットマネジメント（変更登録） | 2017/1/19 | 2017/2/15 | 外国銀行系（ドイツ）。投信委託業、投資一任運用 |
| 14 | 京銀証券 | 2017/3/9 | 2017/4/1 | 地銀系 |
| 15 | FOLIO | 2017/4/4 | 2017/4/24 | スマホ証券（フィンテック） |
| 16 | トロント・ドミニオン日本証券 | 2017/6/1 | 2017/7/1 | 外国銀行系（カナダ） |
| 17 | ワイジェイfx | 2017/10/17 | 2017/11/22 | ヤフー・ジャパン子会社。FX取引業 |
| 18 | 九州FG証券 | 2017/11/29 | 2018/1/22 | 地銀系 |
| 19 | スマートプラス | 2017/12/26 | 2018/2/1 | スマホ証券（フィンテック）、SOR注文による手数料ゼロの株式取引 |
| 20 | SBIプライム証券 | 2018/3/6 | 2018/4/1 | SBIグループ。SOR注文と機関投資家注文との媒介による手数料ゼロの株式取引 |
| 21 | レオンテック証券 | 2018/3/26 | 2018/5/1 | 外資系（スイス）。デリバティブ関連商品取り扱い |
| 22 | キャンターフィッツジェラルド証券 | 2018/3/28 | 2018/5/9 | 外資系（アメリカ） |
| 23 | HSBC投信 | 2018/4/27 | 2018/5/22 | 外国銀行系（香港・イギリス）。投信委託業、投資一任運用 |
| 24 | ANZ証券 | 2018/5/23 | 2018/8/1 | 外国銀行系（オーストラリア、ニュージーランド） |
| 25 | tsumiki証券 | 2018/7/31 | 2018/8/31 | スマホ証券（フィンテック）。投信積立て販売 |
| 26 | 日本インスティテューション証券 | 2018/9/19 | 2018/11/1 | 親会社（日興アセットマネジメント）から第1種業を移管 |
| 27 | 岡安商事（変更登録） | 2018/11/1 | 2018/12/3 | 商品先物業。FX取引業 |
| 28 | モルガンスタンレーインベトメントマネジメント（変更登録） | 2018/11/15 | 2018/12/21 | 外資系（アメリカ）。投信委託業、投資一任運用 |

（注1）協会の加入資格は「第1種金融商品取引業」に登録していることである。ただし店頭デリバティブ業者（多くは店頭FX業者）は「金融先物取引業協会」に加入することとなっているが、証券関係のデリバティブを扱う業者は『協会』に加入することとなっている。

（注2）外国証券東京支店の国内法人化に伴う異動（トレードウェブジャパン）およびこの間に加入したが、脱退した業者（ウイズダムツリージャパン）については省略している。

（出所）日本証券業協会『証券業報』『協会の状況』より作成

図表2 日本証券業協会脱退各社（2016年初～2018年末）

| | 社名 | 脱退日 | 備考 |
|----|------------------------------------|------------|--|
| 1 | 八幡証券 | 2016/2/1 | 藍澤証券に吸収合併 |
| 2 | ソシエテ ジェネラル セキュリティーズ ノースパシフィックリミテッド | 2016/5/1 | 外国銀行系（フランス）。ニューエッジ・ジャパン証券と事業統合し、その後「ソシエテ・ジェネラル証券」に商号変更 |
| 3 | 中泉証券 | 2016/12/26 | あかつき証券に吸収合併 |
| 4 | ストラテジック証券 | 2017/2/28 | 自主廃業 |
| 5 | オリックス・ホールセール証券 | 2017/3/10 | 自主廃業 |
| 6 | 飯塚中川証券 | 2018/1/9 | 金融商品仲介業（中川証券アドバイザー）に業態転換し、一部事業を証券ジャパンに譲渡 |
| 7 | SMBCフレンド証券 | 2018/1/1 | SMBC日興証券に吸収合併 |
| 8 | アイネット証券 | 2018/2/28 | 証券事業より撤退しFX事業に特化 |
| 9 | 日本アジア証券 | 2018/7/1 | 藍澤証券に吸収合併 |
| 10 | ステート・ストリート・グローバル・マーケット証券 | 2018/7/30 | 外国銀行系（アメリカ）。ステート・ストリート信託銀行に事業譲渡し、第1種業は廃業 |
| 11 | JC証券 | 2018/8/31 | 登録取消し |
| 12 | 日興アセットマネジメント | 2018/11/1 | 第1種業を子会社「日本インスティテューション証券」に事業譲渡 |
| 13 | みずほグローバルオルタナティブインベストメンツ | 2018/11/1 | アセットマネジメントの100%子会社となり第1種業は廃業 |
| 14 | アーツ証券 | 2018/11/21 | 除名 |
| 15 | NNインベストメント・パートナーズ株式会社 | 2018/12/28 | 外国保険会社系（オランダ）。第1種業は廃業 |

（出所）図表1に同じ

成による脱退が六社（うち外資系一社）、このうち四社は大手・準大手証券等が対面営業主体の業者を吸収合併したものである。また、業態転換や本業強化を目的とする証券事業からの撤退もみられる。投資運用業者が第一種業を廃業（または事業譲渡）したのも三社ある。これは先の新規参入でみた事例（投資運用業者が変更登録により加入）とは逆である。

2 機関投資家向け投資運用業

以上、直近三年間の『協会』加入・脱退状況から、どのような業者が証券業界に参入し、あるいは退出したのかをみた。そこで、次にこうした参入・退出の背景や理由について考えてみよう。

まず、投資信託委託業や投資一任業、不動産ファンド運用業などの「投資運用業者」

の参入の背景についてみておこう。実は、投資運用業者が第一種業を追加登録して『協会』に加入する事例は、以前からも多い。しかし、日系の場合は、もともとそのような事例は少ないこと、これに対し外資系では投資運用業者の参入が以前から多く、かつまた依然として参入が進行中であることが特徴である。

ところで、投資運用業者があらためて第一種業を追加登録する理由は何であろうか。開示資料そのほかから推測できることは、自らの組成したETFや外国籍投信、私募投信などをわが国の機関投資家に紹介することにしたる目的があるように思われる。第一種業で可能な顧客口座の開設や資金の受入れを機関投資家向けに行っている業者は見受けられないのである。

いま一つ、注目したいのは、日系の場合、大手では日興アセットマネジメント（以下、AMと略）だけが協会に加入していることである（昨年、第一種業を分離し子会社に移管している）。野村や大和の場合にはグループ内にホールセール・リテール総合の大規模証券会社を抱えているが、日興AMとSMB日興証券は親会社が別になっており、両者の関係はまったく独立している。そのために機関投資家向けの営業については、自前で第一種業の登録の必要性があったのかもしれない。スパークスAMも協会加入業者であるが、同様の事例と考えてよいだろう。

このことは、外資系の投資運用業者がいまなお、第一種業の追加登録によって協会に加入してくる理由と部分的に重なる。自ら組成する商品のみならず、海外親会社の外国籍投信、ファンドなどをわが国機関投資家に紹介し、売り込むためには、第一種業を登録しておいたほうが良い、という判断である。ただ外資系の場合には、紹介し売り込む商品が外国籍が多いという特徴がある。

振り返ってみれば二〇一三年から始まった「アベノミクス」による株式相場の回復は、異次元金融緩和によつ

てもたらされた部分が大きいが、その影響で日本の債券市場は事実上、ほとんど機能マヒを起こしている。その結果、極度の運用難に陥っているわが国機関投資家、なかでも融資機会の乏しい地方銀行にとって、外国籍の債券、私募投信、各種ファンドは、相対的に魅力が高いようにみえるのである。とりわけ「私募投信」は、商品設計の自由度が高いうえに、銀行決算上「そのほか有価証券」に分類できるので、地方銀行にとって売買益（解約益）を「業務純益」に計上するなどの決算対策の手段に使いやすいのである。外資系投資運用業者のみならず外国銀行の証券子会社やデリバティブ取扱業者の対日進出にはそうした背景を考えれば理解しやすいのではないだろうか。

3 フィンテック

いま一つ注目すべきは、「ロボット・アドバイザー」を駆使した投資運用業者の参入である。現在、二社（「金のデザイン」、「ウエルスナビ」）が第一種登録業者として『協会』に加入しているが、顧客対象としては個人、しかも一件当たりの取引金額が極めて少額の顧客を対象としており、これまで外資系投資運用業者について述べたところとは全く顧客対象が異なるのである。

投資一任業務の歴史は、機関投資家から個人投資家へ、富裕層から零細投資家層へ、大口から小口へと向かう歴史である。投資一任業務のプロセスは、①顧客プロファイリングの作成を通じたリスク許容度の判定、②当該リスクの中で最適なリターンをもつポートフォリオの選択、③発注、④定期的なモニタリング、⑤リスク許容度から離れた場合のリバランス、などからなる。さらにこのプロセスの準備段階として、⑥ポートフォリオに組み込む各種ファンド（その運用会社）の調査、優良ファンド（運用会社）の選定、パフォーマンス評価といった

「ゲートキーピング」の作業が必要である。これら一連の作業にはかなりの固定費がかかるため、従来は小口ではとても採算が取れず、以前はある程度のロット以上の顧客からの受任しかなかったのである。

ところが、近年の情報技術（IT）の急速の進展によって、こうした一連の作業を「自動化」する「ロボット・アドバイザー」が出現した。また、ETF市場が拡大し、ETFを組み入れることで国際的な最適ポートフォリオの作成も可能になった。この結果、小口でも国際分散投資をうたい文句にした一任運用サービスが出現することになったのである。

同様に、スマートフォンを利用した「スマホ証券」もITの進化によって可能になった業態である。日本株や米国株を千円単位で昼夜を問わず売買執行するサービス、テーマごとに一〇銘柄からなるポートフォリオを一〇万円でパッケージ売買できるサービス、クレジットカード保有者を対象に三千円から投信の積立てが可能なサービスなどが現れている。

また、ネット証券の間では「SOR（スマート・オーダー・ルーティング）」注⁽²⁾文を受けている業者がみられるが、これをさらに進めて、東証出来値より有利な価格で執行できた場合に、その差額の半分を徴収することを条件に手数料をゼロにするサービスも出始めている。

以上のような新しい証券サービスは、IT関連のスタートアップ企業から生まれてきており、これらがここ数年の間に証券業界に参入し始めているのである。

4 地銀系証券

他方、わが国で近年、目立って増えているのが「地銀系証券」の参入である。ここで検討している三年間で六

社が新規に第一種業に登録、『協会』に加入しているが、このほか、既存の地方証券を最近になって買収した二つの事例（おきぎん証券Ⅱ旧おきなわ証券、とちぎん証券Ⅱ旧宇都宮証券）を加えると八社である。この結果、地銀系証券は三年前の一四社から二二社へと急増している。

地銀系証券子会社の業務内容は、先の委託調査でも明らかにしたように、⁽³⁾親銀行と金融商品仲介業契約を結んで、銀行顧客に投資信託や外国債券を売りこむことを収益の柱としている。親銀行にとっては、仲介手数料を役務収益に計上できることや、また運用先に困る預金を、証券子会社の口座へ移して投信や外債に転換させることで預貸率の低下を食い止める効果もある。また、親銀行自体が投信や外債運用に熱心であることも関係しているであろう。

以上のように、地銀系証券の参入の背景として親銀行本体の収益環境の厳しさがあるのだが、四七都道府県ある中ですでに二二社にまで増えていること、さらには地銀自体も再編成が進行中であり、地銀系証券の新規参入は、そろそろ飽和状態に近づいているのではないかと考えられる。

終わりに

以上、わが国証券業界への新規参入業者を中心に、その背景を検討してきたのだが、他方で、『協会』からの脱退状況をみると、投資運用業等、証券プロパー以外の業者の本業回帰のほか、対面営業主体の業者の吸収合併や業態転換などがみられる。

ここで、『協会』への新規加入と脱退の状況を併せ考えながら、冒頭に戻ってわが国証券業界の今後の方向性を考えてみよう。まず、個人顧客層をみると、証券保有者層の大宗は六〇歳以上の高齢者である。「団塊世代」

から次世代への財産相続も始まっており、それはまた地方から都市への資産流出とも重なる。高齢者に資産が集中してきた理由については詳しい検討が必要だが、考えられる理由としては、持ち家志向が強い中、壮年期には住宅ローンを抱えて余裕資金が乏しいが、日本的雇用慣行の一環として、定年後にまとめて退職金が支払われるといった事情が大きく働いていたのではないかと思われる。

そうした事情は、終身雇用などの日本的雇用慣行が崩れつつあり、退職金相当額の月例給与への組入れや確定拠出型企業年金の拡大などと相まって、変化しつつある。その結果、高齢者マーケットの先細りと次世代マーケットの潜在的拡大が進行しつつあるのではないだろうか。

このようにみてくると、日本のIT関連のスタートアップ企業が証券業界に参入し、これまで採算に合わないと考えられてきた若年層の小口顧客を、証券業務の一連のプロセス（アドバイス、注文執行、バックオフィス）の自動化によって開拓しようとする動きは、次世代マーケットの潜在的拡大に沿った動きであり、今後も継続する傾向のものと思われる。

次に、地方金融機関や機関投資家をみると、当面、異次元金融緩和のもとで運用難の状況は続く。その結果、リスク性の高い債券や私募投信、私募ファンドなどの組成、販売が試みられ、これらを扱う投資運用業者の新規参入も、当面は続くだろう。ただ、複雑なリスクをもった金融商品を売込む場合には、投資家側でリスク管理を厳格にしなければ、様々な問題が生じるだけに、こうしたリスク性の高い金融商品の組成、販売は安定したビジネスとは言いにくいのではないだろうか。

もちろんこのことは、投資運用業の今後一層の発展を否定するものではない。むしろ逆である。「フィンテック」によって、従来まで証券業界が掬えなかった小口資金が徐々に、しかし着実に証券市場へ積みあがってくる

のである。その小口資金の投資対象は、個別銘柄よりも投信やETFであって、それを組成、運用するのは投資運用業者だからである。しかし、その販売促進のために投資運用業者が第一種業を追加登録することが必要不可欠かといえ、そうとはいえないということである。したがって投資運用業者が『協会』に加入する動きが今後も続くとは必ずしも言えないように思われる。

注

- (1) 社数については、協会に加盟しているが、開業前または営業休止中の業者を除いている。
- (2) SOR注文は東証の立会取引、立会外取引(TOSTNET)、PTSなど複数市場を比較して最良気配の市場に自動的に発注する注文形式である。
- (3) 拙稿「証券会社経営の時系列的分析(続)——リテール3類型を中心に——日本証券業協会委託調査、二〇一九年一月」(<http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/files/20190108keitibunseki.pdf>)

(にかみ きよし・主任研究員)